

三钢闽光 (002110)

公司研究/深度报告

受益区域供需，低估值高分红优质钢企

深度研究报告/钢铁行业

2019年3月18日

报告摘要:

● 资本运作下上市产能比原三钢将增加70%，完成沿海布局，解决同业竞争

公司通过一系列资本运作，包括购买集团资产包及三安钢铁、建设物联云商、发电转型升级生产项目、收购外部正和钢管旗下的外部资产，上市公司具备年产钢能力950万吨（三明本部660万吨），拟收购集团下罗源闽光炼钢产能200万吨，届时上市公司产能将突破1000万吨，且三明本部有100万吨炼铁产能要置换到罗源闽光，三安钢铁和罗源闽光也有228和134万吨的新产能置换，装备进一步改造升级、完成沿海布局，降低物流成本，彻底解决同业竞争问题，提高市场影响力。

● 福建供需格局优化，钢价维持全国高位，公司持续受益

福建地理条件决定了省内钢铁市场主要由本土钢企占据，公司产能占比近半，营收占比高于70%。福建属钢材净流入地区，附近地区钢材价格仅低于广州，明显高于全国均价，高于长三角100-200元/吨，高于京津冀200-300元/吨。2017年省内出清地条钢产能535万吨，正规大型钢企的市占率有望再提高。以前福建省基建相对其他沿海地区较滞后，目前正在推进实施全面赶超战略，近5年投资项目数和投资金额均呈上升趋势，预计未来2-3年福建基建投资力度、房地产投资力度仍将继续保持高速增长。

● 全方位降本，高盈利能力塑造核心竞争力

公司长期坚持全流程降本降费，2016-2017年吨钢成本分别降110元/48元，2018年上半年原三钢和三安钢铁合计再降46元；自发电比例62.97%，同比提高17.37%；对标挖潜项目创效3.64亿元。未来2台80MW高温超高压中间一次再热凝汽式发电机组建成后可实现100%自供电，进一步降低用电成本。与业内企业相比，公司吨钢营业成本最低，负债减少利率下浮使财务费用大幅降低，三费率达到最低，毛利率及净利率最高。

● 盈利预测

公司近年持续高分红，历史股息率板块前三，持续资本运作谋求整体上市，福建需求向好、供给稳定，看好公司盈利持续性，预计2018-2020年EPS分别3.99/3.08/3.11元，对应PE分为4.1/5.3/5.3倍。PE(ttm)4.1处于历史低点，板块内较低；PB(lf)1.4处于此轮周期较低水平，低于板块均值。

● 风险提示 钢材需求大幅下降，原燃料价格大幅波动

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22,461	36,241	28,993	29,573
增长率(%)	59.1%	61.4%	-20.0%	2.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	3,990	6,519	5,032	5,075
增长率(%)	330.6%	63.4%	-22.8%	0.8%
每股收益(元)	2.90	3.99	3.08	3.11
PE(现价)	5.7	4.1	5.3	5.3
PB	2.0	1.4	1.1	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

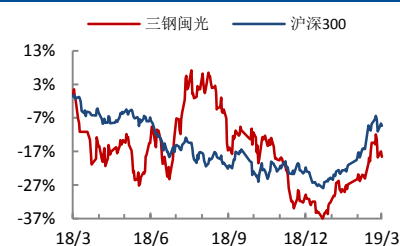
当前价格：16.39

交易数据

2019-3-15

近12个月最高/最低(元)	19.69/12.7
总股本(百万股)	1634.38
流通股本(百万股)	622.27
流通股比例(%)	38%
总市值(亿元)	267.88
流通市值(亿元)	101.99

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009
电话：010-85127892
邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号：S0100117060026
电话：010-85127433
邮箱：wangjiechao@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078
电话：010-85127433
邮箱：zhaomengqiu@mszq.co

相关研究

1. 宝钢股份(600019)深度报告：成长中的行业领军者，稳定分红凸显投资价值
2. 柳钢股份(601003)深度报告：积极调整生产结构，盈利大幅提升

目录

一、福建最大钢企，资本运作下产能将突破 1000 万吨	3
1、并入三安钢铁后，拟收购罗源闽光，彻底解决集团内同业竞争问题	3
2、新三钢粗钢产能达 850 万吨，螺纹占半	4
3、拟并购罗源闽光推进产能置换，总产能将突破 1000 万吨	5
二、盈利能力强，塑造公司核心竞争力	6
1、2018 前三季度收入增速下降，但毛利率及毛利增速依然稳定	6
2、全流程降本对冲原料成本上升	8
3、三项费用率业内最低	9
三、福建省供需格局优化，公司尽享区位优势	10
1、地条钢出清，省内供给减少	10
2、省内钢价高于全国平均水平，大型优势钢企享红利	10
3、福建省固资增速高，钢铁需求增长快	11
四、高分红、低估值优质标的	12

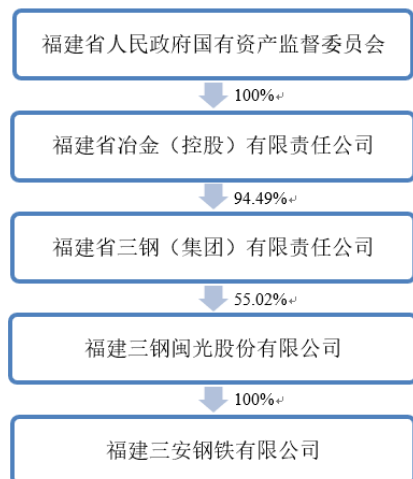
一、福建最大钢企，资本运作下产能将突破 1000 万吨

1、并入三安钢铁后，拟收购罗源闽光，彻底解决集团内同业竞争问题

三钢闽光股份有限公司成立于 2001 年 12 月，于 2007 年 1 月在深交所上市。公司以钢铁为主业，辅以配套、延伸等附属产业，是省内最大的钢铁生产基地，拥有省内最大的焦炉、烧结机、高炉、转炉和全省唯一的板坯连铸生产线，工艺技术及装备处于国内先进水平，是福建省内唯一“焦化—烧结—高炉—转炉—连铸—全连轧”的长流程钢企。

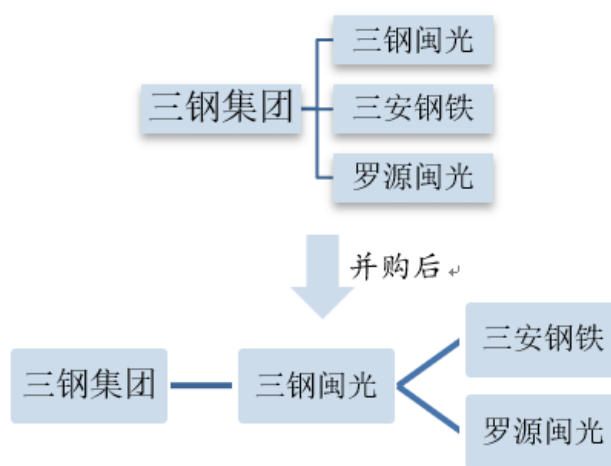
2016 年，公司在年报中提出“生产经营和资本运作双轮驱动”战略之后，三钢集团整体上市的规划隐现。当年，公司定增购买集团资产包（中板、动能、铁路）以及三明化工土地使用权；配套募集资金 30 亿元，除偿还银行借款补充流动资金外，主要用于建设物联网云商项目、发电工程项目及一高线升级改造工程、65MW 高炉煤气高效发电工程项目等，为后期资本运作及转型升级打下基础。12 月，公司又现金收购集团 6 号高炉相关资产。2017 年 7 月，公司启动发行股份向三钢集团、福建三安集团、福建省安溪荣德矿业和厦门市信达安贸易收购三安钢铁（现已更名为“泉州闽光”）100% 股权（三安钢铁于 2018 年 6 月并表）。11 月，成立全资子公司漳州闽光，购买福建省正和钢管有限公司名下的土地使用权、机器设备和地上建筑物。目前，三钢集团控股 55.02%，实际控制人仍为福建省国资委。

图 1：股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：拟收购罗源闽光，彻底解决集团内同业竞争



资料来源：公司公告，民生证券研究院

三安钢铁被收购后，罗源闽光是三钢集团内部唯一一家与公司存在同业竞争关系的子公司，而 2015 年，公司就与集团签订协议托管罗源闽光 100% 股权。在罗源闽光 2016、2017 连续两年盈利后，公司于 2019 年 1 月发布公告，拟采用现金购买方式购买三钢集团所持的罗源闽光股权。收购完成后，将解决同业竞争问题，进一步提升公司的市场竞争力。

图 3：三钢集团四大生产基地



资料来源：百度地图，民生证券研究院

收购资产，布局沿海。三安钢铁、漳州闽光和有注入预期的罗源闽光均位于沿海地区。三安钢铁位于泉州（闽南）沿海，原料运输成本较三明本部低 70 元/吨左右。罗源闽光在闽东（福州沿海），位于罗源湾金港工业开发区，处于沿海的工业基地范围内，港口条件好，紧邻同三高速公路、温福铁路、罗源 3 万吨码头和 104 国道，距福州长乐国际机场 60 公里，具备物流优势；该区域的规划是千万吨冶金基地的定位，该基地靠近福州和宁德，长乐、福清等都是国家百强县，具备建材、工业制品、型材等较强的市场消化能力。罗源闽光，有物流成本、制造成本方面的优势，综合成本比本部低 100 多元。

新三钢仍以钢铁制造为主业，参控股公司如下：

表 1：参控股公司

参控股公司	关系	持股比例	业务类别
福建泉州闽光钢铁有限公司	子公司	100%	钢铁
福建闽光能源科技有限公司	子公司	100%	电力
福建漳州闽光钢铁有限责任公司	子公司	100%	钢铁
泉州闽光智能物流有限公司	子公司	100%	物流
福建三钢国贸有限公司	联营	49%	贸易
福建天尊新材料制造有限公司	联营	30%	新材料
福建闽光新型材料有限公司	联营	21%	新材料

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、新三钢粗钢产能达 850 万吨，螺纹占半

三安钢铁拥有烧结、炼铁、炼钢、连铸、轧钢等工序，主要产品为螺纹钢、线材、圆钢等建筑用钢。合并后，新三钢生铁/粗钢/钢材产能分别为 802/850/865 万吨，其中长材产能约 715 万吨（占比约 83%，同比增长 55%），板材产能仍为 150 万吨。2017 年，三安钢铁线材和棒材产量分别为 70/185 万吨。原三钢的生铁/粗钢/钢材产量分别为 574.88 万吨/651.84 万吨/631.11 万吨；建筑用钢材 310 万吨，金属制品用线材 150 万吨，中板 150 万吨。2018 上半年，新三钢生铁 425.91 万吨，粗钢 493.48 万吨，钢材 490.30 万吨。

表 2: 产能及产线

		产能	产线
原三钢	生铁	562 万吨	1800m ³ 高炉/1 座, 1050m ³ 高炉/2 座, 420m ³ 高炉/3 座
	粗钢	620 万吨	120 吨转炉/3 座, 100 吨转炉/2 座
	钢材	610 万吨 (建筑用钢材 310+金属制品用线材 150+中板 150)	2 条螺纹钢轧机、2 条圆棒轧机、2 条高线、1 条 2.8m 中厚板
三安钢铁	生铁	240 万吨	550m ³ 高炉/2 座、1250m ³ 高炉/1 座
	粗钢	230 万吨	50 吨转炉/3 座
	钢材	255 万吨 (线材 70+棒材 185)	1 条棒材、1 条高速线材、1 条高速棒材
罗源闽光	生铁	132 万吨	500m ³ 高炉/1 座、660m ³ 高炉/1 座
	粗钢	170 万吨	50 吨转炉/2 座
	钢材	170 万吨 (普通钢和合金钢连铸坯 120+高线 60)	1 条高线生产线、1 条高棒生产线
漳州闽光	生铁	0	-
	粗钢	0	-
	钢材	80 万吨 (热轧合金带钢)	-

资料来源: 公司公告、《2011 年公司债券(第一期、第二期)跟踪评级报告(2018)》, 民生证券研究院

根据公司公告 2018 年 10 月 29-31 日调研纪要上市公司具备年产钢能力 900 多万吨。根据公司公告 2019 年 1 月 16 日最新调研纪要, 公司在三明地区炼铁产能 560 万吨, 炼钢产能 660 万吨; 泉州闽光的炼铁产能 260 万吨, 炼钢产能 290 万吨; 控股股东三钢集团在罗源生产基地的炼铁产能 160 万吨, 炼钢产能 200 万吨。

据 2018 年半年报, 公司产品主要有五大类: 建筑用材、制品用材、中厚板材、优质圆棒、煤化工产品。

表 3: 公司产品分为五大类

类别	主要品种	主要用途
建筑用材	钢筋混凝土用热轧光圆钢筋、钢筋混凝土用热轧带肋钢筋、预应力混凝土用螺纹钢筋	用于一般设施的钢筋混凝土结构件; 建造房屋、桥梁、路基、高铁及核电等重要设施的钢筋混凝土配筋; 大型水利工程、工业和民用建筑中的连续梁和大型框架结构, 公路、铁路大中跨桥梁、核电站及地锚等工程
制品用材	碳素钢热轧盘条、冷镦钢热轧盘条、焊接链用钢圆盘条、预应力混凝土钢棒用热轧盘条、合金结构钢盘条	用于拉丝深加工、五金制品、各类工具、弹簧钢丝、轮辐钢丝、预应力钢丝、钢绞线、钢丝绳; 制造螺栓、螺钉、螺母和铆钉等紧固件; 制造冷挤压零部件等异型件等; 各类汽车用防滑链条; 制作预应力混凝土 PC 棒、管桩等; 制作工程机械、家电、汽车等行业用的各类销轴等产品
中厚板材	碳素结构钢、高强度结构钢、船体结构钢、桥梁板、CE 认证非合金热轧结构钢板、汽车大梁板、锅炉和压力容器板、高层建筑用钢、高强度工程机械用耐磨板、振动轮用钢、塑料模具用钢	用于工程、机械、建筑、桥梁等行业的机座、各种机械零件、各种机械结构件、模具、模架等产品; 桥梁、汽车、船舶、电站设备、起重运输机械及其他承受较高载荷的工程零部件与焊接结构件; 制造海洋及内河船舶船体结构、船坞、采油平台、码头设施等结构件; 架设铁路、公路桥梁、跨海大桥等钢结构件; 工程、机械、建筑、桥梁等行业的机械零部件与焊接结构件; 制造汽车底盘上纵梁、横梁、悬置梁、前后桥等零部件; 制造锅炉及压力容器的罐体、封头等产品; 高层建筑、超高层建筑、大跨度体育场馆、机场、会展中心以及钢结构厂房等大型建筑工程; 工程机械用的高强度耐磨损结构件; 压路机振动轮专用钢板
优质圆棒	碳素结构钢、合金结构钢	用于普通建筑用钢, 普通的标准件、方形、六角等各类工具; 各种螺栓、螺帽、齿轮、工程机械、家电、汽车等行业用的各类销轴等产品
煤化工产品	煤焦油、硫酸铵、粗苯	用于化工原料、肥料。

资料来源: 公司 2018 半年报, 民生证券研究院

3、拟并购罗源闽光推进产能置换, 总产能将突破 1000 万吨

罗源闽光主要生产建筑用钢, 炼铁产能约 132 万吨/年, 钢材产能约 170 万吨/年, 年产

钢量为 190 万吨左右。并购罗源闽光后，公司钢材产能将上升到 1035 万吨。

根据公司公告，公司计划淘汰三明本部 420m 高炉 2 座（炼铁产能为 100 万吨），淘汰 120 吨转炉 1 座（炼钢产能为 140 万吨）；淘汰三安钢铁 550m³ 1000m 高炉各 1 座（炼铁产能为 228 万吨）；淘汰罗源闽光 500m³ 660m 高炉各 1 座（炼铁产能为 134 万吨）。将在罗源新建 1250m 高炉 1 座，1280m 高炉 1 座，120 吨转炉 1 台，产能为炼铁 233 万吨，炼钢 140 万吨。完成本次收购，将有利于产能置换方案的顺利实施，进一步推动公司沿海战略的实现。

表 4：三钢集团产能置换方案

	拟淘汰设备	对应产能	拟新建设备	对应产能
三明本部	420m 高炉 2 座	炼铁 100 万吨		
	120 吨转炉 1 座	炼钢 140 万吨		
三安钢铁	550m 高炉 2 座	炼铁 228 万吨	1200m 高炉 1 座	炼铁 228 万吨
	1000m 高炉 1 座		1250m 高炉 1 座 ³	
罗源闽光	500m 高炉 1 座	炼铁 134 万吨	1250m 高炉 1 座	炼铁 233 万吨
	600m 高炉 1 座		1280m 高炉 1 座	炼钢 140 万吨
			120 吨转炉 1 台	

资料来源：《关于福建省三钢（集团）有限责任公司产能置换方案》，民生证券研究院

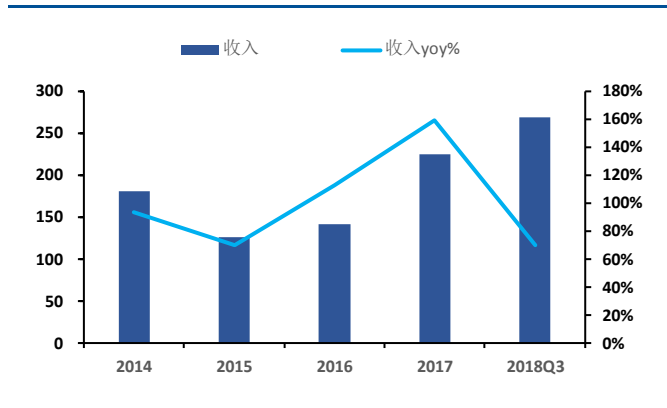
此外，1 月 30 日，公司与山钢新疆公司签订了关于购买钢铁产能指标的《资产交易合同》，受让山钢炼铁 104 万吨、炼钢 100 万吨的产能指标，公司产能将进一步扩充。

二、盈利能力强，塑造公司核心竞争力

1、2018 前三季度收入增速下降，但毛利率及毛利增速依然稳定

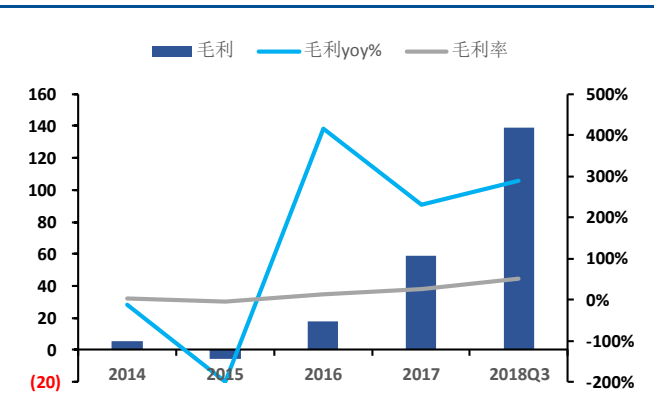
2018 前三季度收入增速下降，但毛利率及毛利增速依然稳定。受益于供给改革、行业的高景气度，公司收入自 2015 年后从周期底部抬升，2017 年实现营业收入 224.61 亿，较 2015 年增长 79.09%；另一方面公司持续推进降本增效，综合毛利率从 2015 年的 -4.48% 大幅反弹至 2018Q3 的 26.54%。2018 年前三季度，收入同比增速回落，但毛利率及毛利增速依然稳定。

图 4：2018 前三季收入增速小幅回落



资料来源：wind，民生证券研究院

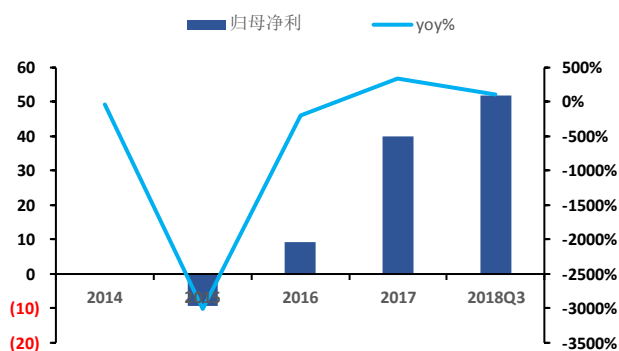
图 5：2018 前三季毛利增速及毛利率依然稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

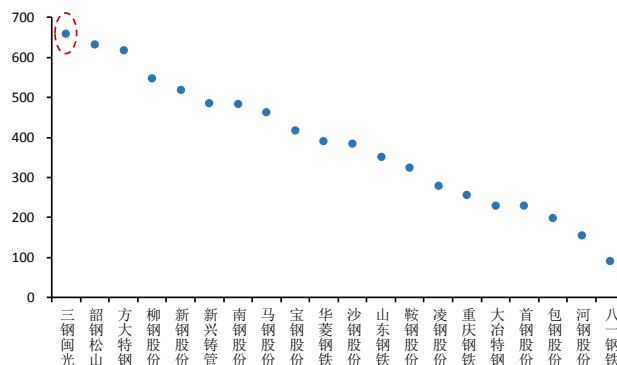
2017 年，公司实现归属上市公司股东净利 39.9 亿，同比增长 330.6%。2018 年前三季度，归属上市公司股东净利 51.79 亿，同比增长 109.2%。2018 上半年吨钢净利约 660 元，位列上市公司前列。

图 6：归母净利润近年大幅增长



资料来源：wind，民生证券研究院

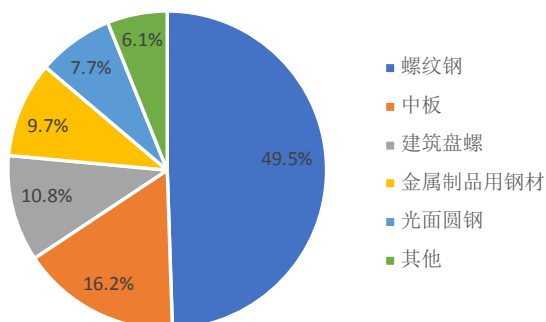
图 7：2018H1 吨钢盈利位于行业前列



资料来源：wind，民生证券研究院

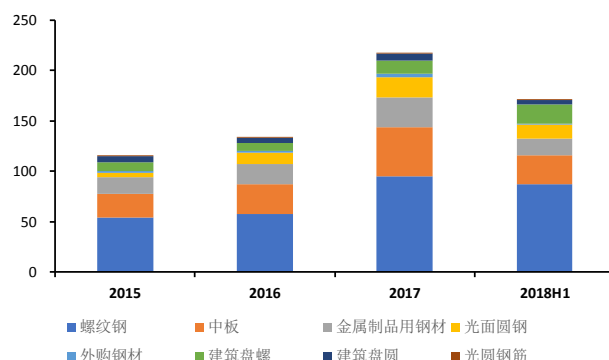
螺纹钢收入及毛利占比约 50%，各品种毛利率近 2 年提升显著。2018 上半年，螺纹钢/中板/建筑盘螺/金属制品/光面圆钢收入占比为 49.5%/16.2%/10.8%/9.7%/7.7%，毛利占比为 51.7%/17.5%/10.9%/9.9%/6.9%。2017 年长强板弱，公司长材毛利率提升相对更显著，2018 上半年，中板价格上涨带动毛利率提升至 28.2%。

图 8：螺纹钢营收占比近一半



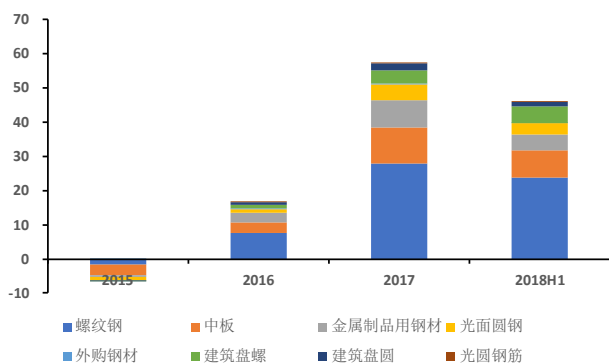
资料来源：2018 半年报，民生证券研究院

图 9：2017 年以来螺纹钢营收提升显著



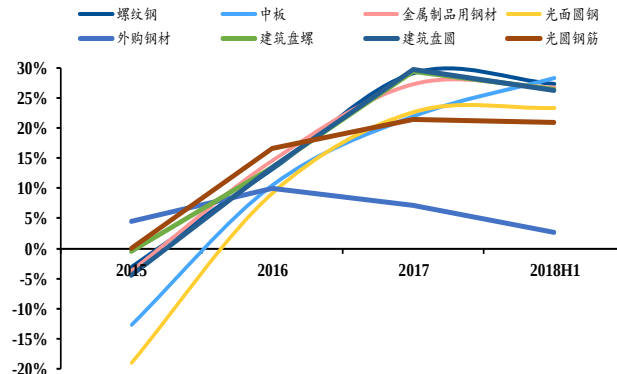
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：螺纹钢毛利占比过半



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：各产品毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、全流程降本对冲原料成本上升

公司生产所需的原材料及燃料主要包括铁矿石、煤炭、焦煤和废钢等，公司目前与主要供货商保持了良好的合作关系。2017 年起铁矿石和焦炭等主要原燃料的采购价格大幅上涨，一定程度上加大了公司资金及成本控制压力。但公司在采购方面，也非常注重采购物资的性价比，如铁精矿的采购成本全年与行业平均能低 2 美元左右。

铁矿石采购方面，2017 年在产销规模扩大的影响下，当年铁矿石采购需求上升，全年采购铁矿石 851.14 万吨，较上年小幅增加 3.75%，其中进口量为 680.08 万吨，占总采购量的 79.90%。公司国内铁矿石部分采购自三钢集团旗下的潘洛铁矿，其余部分则采购自福建省内的其他矿山及铁矿石贸易商。2017 年，公司从潘洛铁矿采购铁矿 10.35 万吨，仅占同期铁矿石采购总量的 1.22%。总体来看，公司铁矿石供应对进口矿依赖程度仍然较高，三明及泉州具备海运便利，距离厦门及福州港约 100-200 公里，节约运输成本。从全年采购均价来看，2017 年公司铁矿石采购均价为 601.2 元/吨，较上年上涨 20.91%，进口矿实际到岸价比普氏均价低 2.15 美元。

煤炭方面，2017 年公司全年采购量为 99.98 万吨，同比减少 2.15%，从全年采购均价来看，2017 年公司煤炭采购均价为 1353.57 元/吨，较上年上涨 57.29%。公司基本向长期合作供应商采购，煤炭供应保障程度较高。焦炭方面，2017 年公司生产焦炭 86.37 万吨，外购焦炭 126.33 万吨，外购比例为 59.39%。从全年采购均价来看，2017 年公司焦炭采购均价为 1968.35 元/吨，较上年上涨 64.68%。焦炭冶炼主要使用国产煤，采购主要来自平煤集团、淮南和淮北矿业集团等。

表 5：公司原材料采购价格相对于 2016 年大幅上涨（单位：元/吨）

	2016	2017	2018Q1
铁矿石	497.22	601.20	594.67
煤炭	860.57	1353.57	1425.69
焦炭	1195.24	1968.35	2212.07
白煤	651.56	943.33	1025.61
生铁	1324.68	2282.74	2443.81
废钢	1321.69	1522.13	2111.77

资料来源：三钢闽光:2011 年公司债券(第一期、第二期)跟踪评级报告(2018)，民生证券研究院

表 6：公司所用的铁矿石大部分来自进口，均价相对于 2016 年大幅增长

项目	2016		2017		2018Q1	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
进口矿	645.06	506.26	680.08	615.63	177.50	608.89
国内矿	175.34	463.99	171.06	543.82	38.62	529.27

资料来源：三钢闽光:2011 年公司债券(第一期、第二期)跟踪评级报告(2018)，民生证券研究院

注：采购量单位：万吨，均价：元/吨

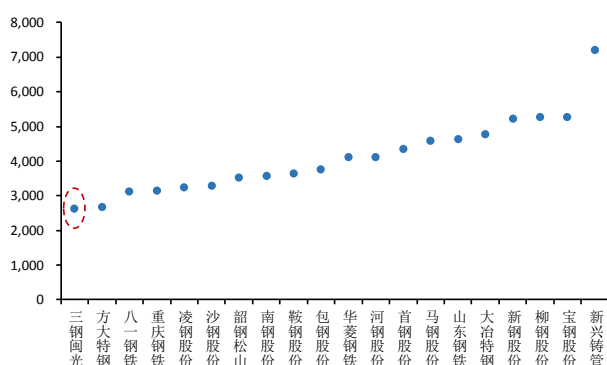
生产和非生产工序齐发力，持续推进全方位降本成效显著。公司瞄准同行业先进水平和自身历史最好水平，进行全方位的对标，各主要指标进步明显。2016 年吨钢工序加工费较 2015 年同比降低 64.48 元/吨，实现降本增效 4.02 亿元。2016 年非生产工序较 2015 年同比

降成本 54.11 元/吨, 实现降本增效 3.37 亿元。2017 年炼铁燃料比和吨钢综合能耗分别降低 0.30kg/t 和 16.10kgce/t, 实现吨钢同口径降低成本 47.66 元。

2018 年公司继续坚持全流程降成本, 以全流程降成本为抓手, 加强公司及子公司的成本对标, 持续挖掘生产工序和非生产工序的降成本潜力。上半年, 三钢闽光、三安钢铁分别实现同口径降成本 16.27 元/吨、30.07 元/吨, 合计实现降本增效 1.002 亿元。上半年, 炼铁综合燃料比为 504.65kg/t, 同比降低 9.53kg/t; 炼钢铁水耗为 862.84kg/t, 同比降低 33.55kg/t; 轧钢综合作业率为 84.37%, 同比提高 10.40%; 自发电比例为 62.97%, 同比提高 17.37%; 吨钢综合能耗为 513.05kgce/t, 同比下降 15.07kgce/t; 对标挖潜项目创效 3.64 亿元。

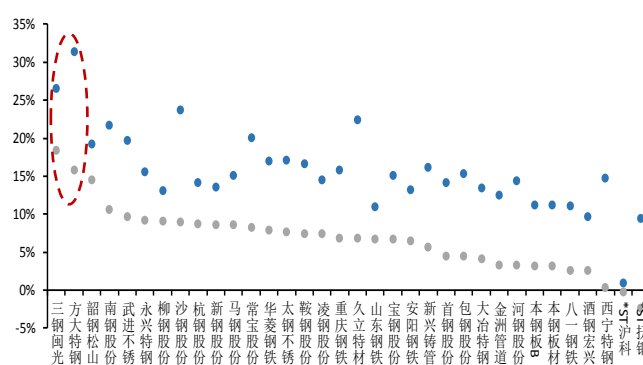
公司铁前成本在全国是中下水平, 炼钢工序中等偏优, 轧钢工序进入全行业成本较低行列, 靠各个工序降本增效共同来实现。总的来看, 2017 年各类原燃料采购价格大幅增长, 加大了公司成本控制压力, 但公司通过降本增效减弱了原材料成本上涨的影响。

图 12: 2018H1 吨钢营业成本版块内最低



资料来源: 2018 半年报, 民生证券研究院

图 13: 2018H1 毛利率/净利率版块内较高



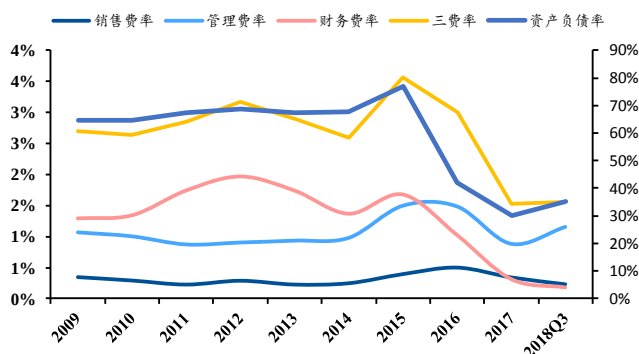
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

提高自发电比例将进一步降本。公司于 2017 年 2 月投资设立福建闽光能源科技有限公司, 80MW 煤气高效发电工程、热回收焦炉余热发电工程也于 2017 年顺利完按工, 公司自发电比例 60%左右, 2 台 80MW 高温超高压中间一次再热凝汽式发电机组在建, 建成后, 预计年净发电量约 $1.334 \times 10^9 \text{kWh}$, 可 100%自供电。

3、三项费用率业内最低

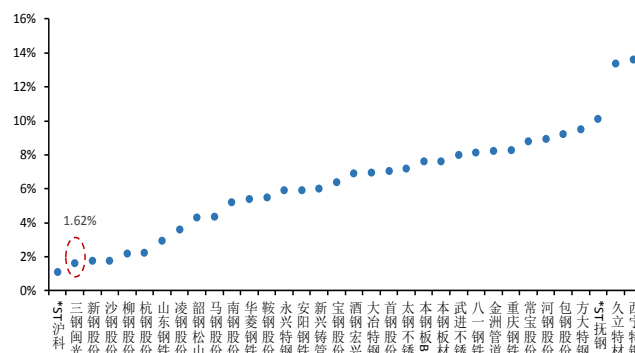
公司长期大力推行精细化管理、降低负债率, 近年财务费用率下降显著, 主要是由于公司贷款减少, 资产负债率从 2015 年的 72%下降到 2018 前三季度的 35%; 另一方面财务成本也大幅降低, 以前贷款利率是基准利率上浮, 目前在基准利率下浮 5%~10%。2018 上半年, 公司销售费率为 0.2%, 管理费率为 1.1%, 财务费率为 0.3%, 期间费率 1.6%, 剔除 ST 沪科业内最低。

图 14：近 2 年财务费率大幅下降



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：三钢在 SW 钢铁板块三费率最低（除 ST 沪科）



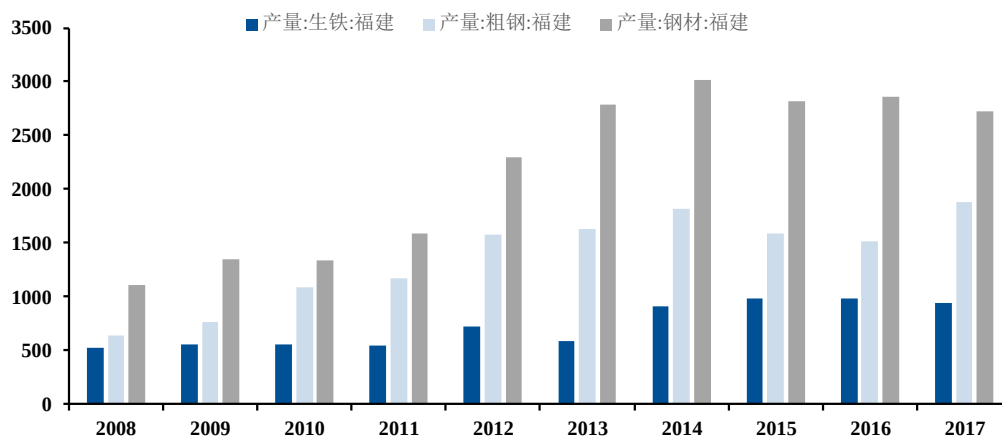
资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、福建省供需格局优化，公司尽享区位优势

1、地条钢出清，省内供给减少

2017 年上半年我国共取缔、关停“地条钢”生产企业 600 多家，涉及产能 1.2 亿吨。福建省全年共取缔地条钢企业 35 家，出清产能 535 万吨，优化省内竞争格局，正规大型钢企的市场占有率提高。2017 年福建省内生铁产量为 937.92 万吨，同比降低 4.34%；钢材产量为 2725.74 万吨，同比减少 4.68%。

图 16：“去地条钢”后，福建生铁产量降低 4.34%，钢材产量降低 4.68%（单位：万吨）

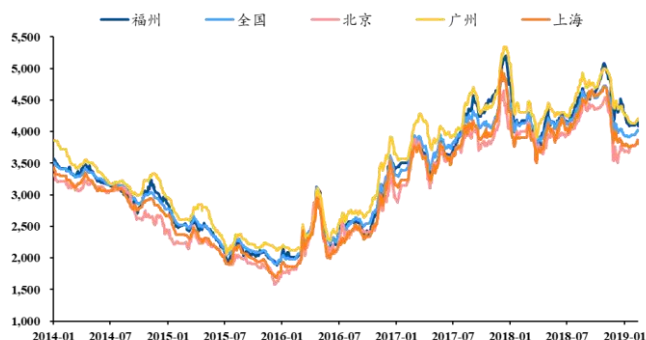


资料来源：wind，民生证券研究院

2、省内钢价高于全国平均水平，大型优势钢企享红利

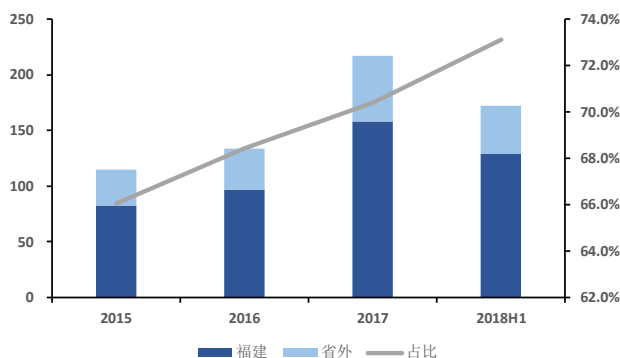
福建省内行业供需格局良好，与周边地区相比，钢材价格仅低于广州，明显高于全国平均水平，高于长三角 100-200 元/吨，高于京津冀 200-300 元/吨。

图 17: 福州地区钢价仅次于广州



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 公司福建省内营收占比高于 70%



资料来源: wind, 民生证券研究院

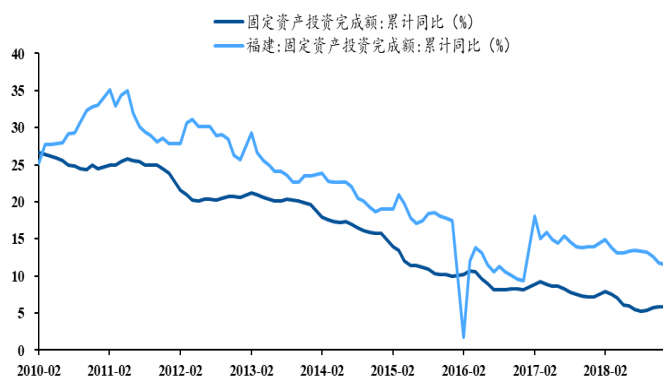
福建境内山地、丘陵面积约占全省总面积的 90%，地理条件使得外省钢企想要进入福建市场需要支付较高的物流成本，因此福建省内钢铁市场主要由本土钢企占据。从省内供给产能来看，《福建三钢闽光股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）》中显示，省内具备一定生产规模的钢企大约有 25 家，总产能约 3000 万吨，三钢是其中唯一一家年设计产能达到 500 万吨以上钢厂，产能在 200 至 300 万吨的仅有 2 家（三安钢铁是其中一家），另有 50% 左右的钢厂年设计产能不足 100 万吨。2017 年福建粗钢年产量约 2000 万吨，其中三钢集团 1100 多万吨，粗钢产量占比约 55%；而福建钢材表观消费量 2400 万吨，建材需求约 1400 万吨。

“闽光”品牌省内建材市占率达 70% 以上，中板市占率 75%，钢材的吨钢销售价格均高于周边市场其他品牌 50~100 元。省外主要分销到临近的广东、江西、浙江、上海、海南等地。近年省内占比逐步提升，三安钢铁主要市场是厦门、漳州、泉州地区，市场占有率超 40%，截至 2018 年 6 月，新三钢福建营收占比高于 70%。具有一定的议价权，未来收购罗源闽光后，公司在福建省内的市场占有率将进一步提升。

3、福建省固资增速高，钢铁需求增长快

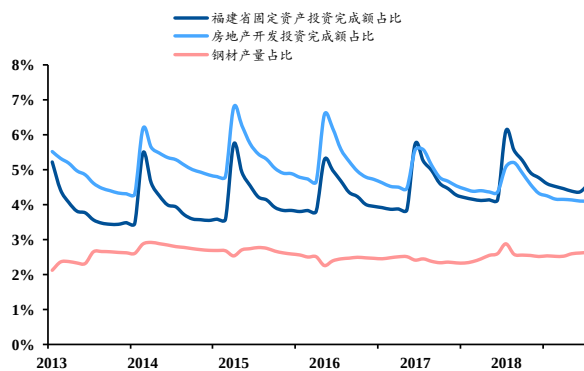
福建省位于“一带一路”起点，邻近台湾，区域经济发展良好，经济增速和固定资产投资增速普遍高于全国平均水平。自 2010 年以来，福建省固定资产投资完成额累计同比增速经常性高于全国。2018 年第三季度以 23311.8 亿元的 GDP 总量，位居全国第 11 名。前三季度福建省固定资产投资同比增 13.2%，增速全国前列；房地产投资 3685.11 亿元，同比增 4.1%；房屋新开工面积 5138.67 万平方米，同比增长 37.1%。以前福建省的基建相对其他沿海地区较滞后，现在正在推进实施全面赶超战略，预计未来 2-3 年福建的基建投资力度、房地产投资力度仍将保持高速增长。

图 19：2019 年后福建省固定资产投资增速高于全国



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 20：固定资产/地产/基建投资占比高于钢材产量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从福建省近 5 年的年度投资计划看，投资项目数量和金额均呈上升趋势。2019 年，重点建设项目 1565 个，投资额 3.6 万亿元，其中在建项目 1200 个，投资额 2.79 万亿，预备项目 365 个，投资额 1.05 万亿元。福建省投资项目的连年增加以及固定资产投资的稳定增长，将拉动福建省区域市场钢材需求增长，为公司提供广阔的市场空间和良好的发展机遇。

表 7：福建省近 5 年投资项目数和投资金额均呈上升趋势

项目/投资额	2015	2016	2017	2018	2019
重点项目（个）	490	1355	1487	1562	1565
总投资（万亿）	3.04	3.37	3.57	3.6	3.85
在建项目（个）	357	1029	1102	1150	1200
总投资（万亿）	2.2	2.34	2.59	2.8	2.79
预备项目（个）	133	326	385	412	365
总投资（万亿）	0.84	1.03	0.98	0.85	1.05

资料来源：福建省发改委，民生证券研究院

四、高分红、低估值优质标的

自供给改革后，钢铁公司盈利好转明显，2016-2017 年加大分红力度，三钢股息率连续两年版块内第二，仅次于方大特钢。用 2017 年现金分红额及 2019 年 3 月 4 日市值计算三钢闽光股息率为 7.5%。

公司《未来三年（2018-2020 年度）股东分红回报规划》规定，公司将坚持以现金分红为主的形式向全体股东分配利润，每年现金方式分配利润不少于当年实现可供分配利润的 10%，且任意三个连续年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。根据公司披露 2018 年 10 月 29-31 日调研纪要，若公司没有较大资金开支的话，一般会按股息率 5%~10%来考虑分配政策。

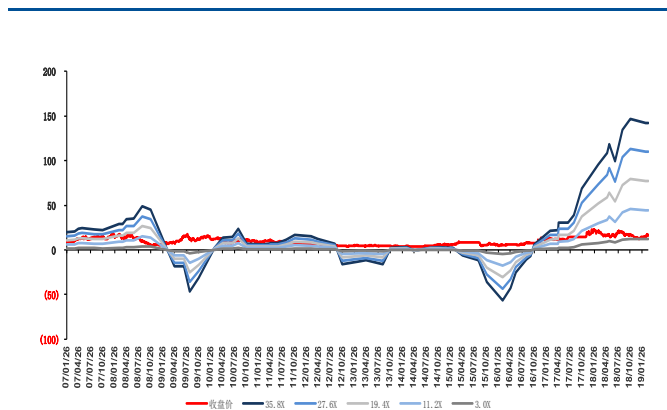
表 8: 板块高分红个股近 3 年股息率

	2015 年	2016 年	2017 年	2018E
方大特钢	0.39	3.72	12.61	11.80%
柳钢股份	0.00	0.63	6.27	10.32%
三钢闽光	0.00	1.52	7.76	9.93%
马钢股份	0.00	0.00	4.00	7.37%
永兴特钢	0.37	0.44	3.72	7.18%
宝钢股份	1.08	3.31	5.21	6.67%
鞍钢股份	0.00	1.33	3.65	6.53%
太钢不锈	0.00	0.51	4.90	5.11%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

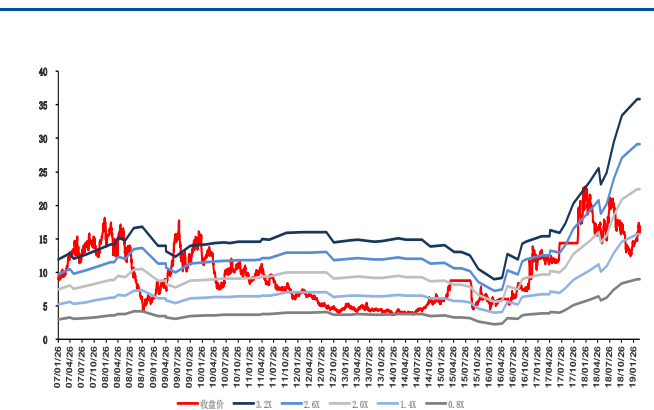
截至 3 月 14 日, 公司 PE (ttm) 4.1, 为历史低点, 处于申万钢铁板块 (剔除西宁特钢及 ST 抚钢) 较低位置; PB (lf) 1.4, 为此轮周期较低水平, 低于板块均值。

图 21: PE-band



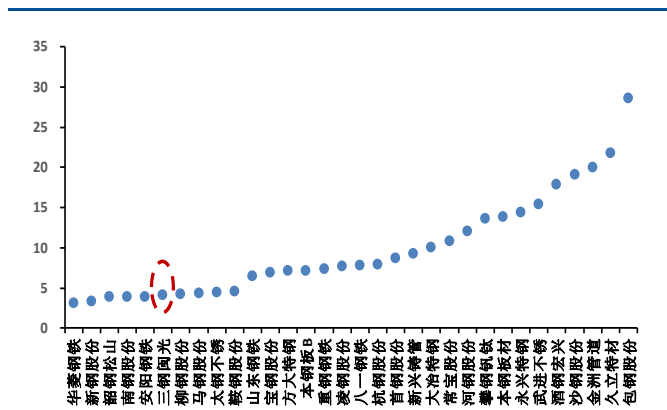
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: PB-band



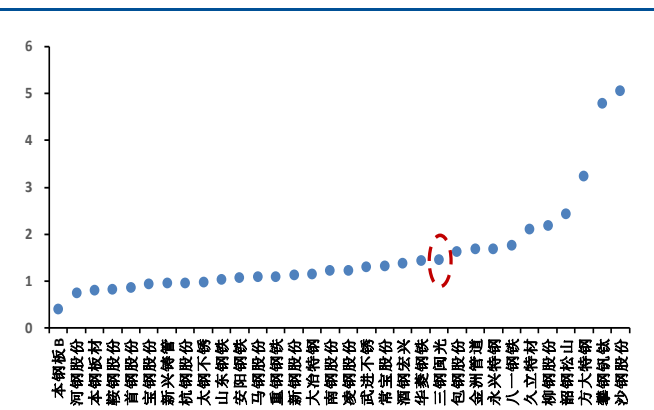
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 23: SW 钢铁 PE



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 24: SW 钢铁 PB



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	22,461	36,241	28,993	29,573
营业成本	16,599	28,739	22,759	23,259
营业税金及附加	187	257	224	219
销售费用	76	150	350	350
管理费用	198	428	299	327
EBIT	5,401	6,667	5,361	5,418
财务费用	70	61	61	69
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	59	41	46	46
营业利润	5,296	6,647	5,346	5,396
营业外收支	1	(28)	(14)	(21)
利润总额	5,297	6,619	5,332	5,375
所得税	1,307	100	300	300
净利润	3,990	6,519	5,032	5,075
归属于母公司净利润	3,990	6,519	5,032	5,075
EBITDA	5,821	7,123	5,861	5,959

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3686	11563	24888	30470
应收账款及票据	2748	4720	2615	3062
预付款项	251	480	368	381
存货	1482	2706	2117	2187
其他流动资产	13	13	13	13
流动资产合计	8190	19511	30022	36134
长期股权投资	207	207	207	207
固定资产	6511	7307	7856	8487
无形资产	327	467	524	618
非流动资产合计	7562	8135	8353	8645
资产合计	15751	27645	38376	44779
短期借款	1131	2881	9781	10981
应付账款及票据	1084	2294	1666	1754
其他流动负债	14	14	14	14
流动负债合计	4180	8241	13939	15268
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	560	335	335	335
非流动负债合计	560	335	335	335
负债合计	4740	8576	14275	15603
股本	1374	1634	1634	1634
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	11011	19069	24101	29176
负债和股东权益合计	15751	27645	38376	44779

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	59.1%	61.4%	-20.0%	2.0%
EBIT 增长率	283.8%	23.5%	-19.6%	1.1%
净利润增长率	330.6%	63.4%	-22.8%	0.8%
盈利能力				
毛利率	26.1%	20.7%	21.5%	21.4%
净利率	17.8%	18.0%	17.4%	17.2%
总资产收益率 ROA	25.3%	23.6%	13.1%	11.3%
净资产收益率 ROE	36.2%	34.2%	20.9%	17.4%
偿债能力				
流动比率	1.96	2.37	2.15	2.37
速动比率	1.60	2.04	2.00	2.22
现金比率	0.88	1.40	1.79	2.00
资产负债率	30.09%	31.02%	37.20%	34.84%
经营效率				
应收账款周转天数	0.05	0.09	0.08	0.08
存货周转天数	33.3	34.3	33.8	34.1
总资产周转率	1.59	1.67	0.88	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	2.90	3.99	3.08	3.11
每股净资产	8.02	11.67	14.75	17.85
每股经营现金流	2.18	3.63	4.42	3.29
每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	5.7	4.1	5.3	5.3
PB	2.04	1.40	1.11	0.92
EV/EBITDA	4.21	2.55	2.00	1.23
股息收益率	9.15%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,990	6,519	5,032	5,075
折旧和摊销	421	456	500	541
营运资金变动	(1,547)	(1,133)	1,612	(402)
经营活动现金流	2,999	5,926	7,231	5,382
资本开支	785	1,057	732	853
投资	(102)	0	0	0
投资活动现金流	(858)	(1,016)	(686)	(807)
股权募资	0	1,539	0	0
债务募资	(842)	(225)	0	0
筹资活动现金流	(1,210)	2,966	6,781	1,007
现金净流量	931	7,876	13,325	5,582

插图目录

图 1: 股权结构	3
图 2: 拟收购罗源闽光, 彻底解决集团内同业竞争	3
图 3: 三钢集团四大生产基地	4
图 4: 2018 前三季收入增速小幅回落	6
图 5: 2018 前三季毛利增速及毛利率依然稳定	6
图 6: 归母净利润近年大幅增长	7
图 7: 2018H1 吨钢盈利位于行业前列	7
图 8: 螺纹钢营收占比近一半	7
图 9: 2017 年以来螺纹钢营收提升显著	7
图 10: 螺纹钢毛利占比过半	7
图 11: 各产品毛利率	7
图 12: 2018H1 吨钢营业成本版块内最低	9
图 13: 2018H1 毛利率/净利率版块内较高	9
图 14: 近 2 年财务费率大幅下降	10
图 15: 三钢在 SW 钢铁板块三费率最低 (除 ST 沪科)	10
图 16: “去地条钢”后, 福建生铁产量降低 4.34%, 钢材产量降低 4.68% (单位: 万吨)	10
图 17: 福州地区钢价仅次于广州	11
图 18: 公司福建省内营收占比高于 70%	11
图 19: 2019 年后福建省固定资产投资增速高于全国	12
图 20: 固定资产/地产/基建投资占比高于钢材产量占比	12
图 21: PE-band	13
图 22: PB-band	13
图 23: SW 钢铁 PE	13
图 24: SW 钢铁 PB	13

表格目录

表 1: 参控股公司	4
表 2: 产能及产线	5
表 3: 公司产品分为五大类	5
表 4: 三钢集团产能置换方案	6
表 5: 公司原材料采购价格相对于 2016 年大幅上涨 (单位: 元/吨)	8
表 6: 公司所用的铁矿石大部分来自进口, 均价相对于 2016 年大幅增长	8
表 7: 福建省近 5 年投资项目数和投资金额均呈上升趋势	12
表 8: 板块高分红个股近 3 年股息率	13

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，咨询师（投资），高级工程师，一级建造师。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、煤炭方向的研究工作。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所能源地产审计从业经历，2017年加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。